
Financiarisation des entreprises et rémunération des dirigeants au Québec et au Canada

*Financialization of Companies and Executive Compensation in Quebec and
Canada*

Audrey Laurin-Lamothe et François L'Italien



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/2533>

DOI : 10.4000/interventionseconomiques.2533

ISBN : 1710-7377

ISSN : 1710-7377

Éditeur

Association d'Économie Politique

Référence électronique

Audrey Laurin-Lamothe et François L'Italien, « Financiarisation des entreprises et rémunération des dirigeants au Québec et au Canada », *Revue Interventions économiques* [En ligne], 52 | 2015, mis en ligne le 01 mars 2015, consulté le 24 mai 2019. URL : <http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/2533> ; DOI : 10.4000/interventionseconomiques.2533

Ce document a été généré automatiquement le 24 mai 2019.



Les contenus de la revue *Interventions économiques* sont mis à disposition selon les termes de la
Licence Creative Commons Attribution 4.0 International.

Financiarisation des entreprises et rémunération des dirigeants au Québec et au Canada

Financialization of Companies and Executive Compensation in Quebec and Canada

Audrey Laurin-Lamothe et François L'Italien

Introduction

- 1 Parmi les transformations qui ont reconfiguré les mécanismes fondamentaux de régulation du capitalisme depuis plus de trente ans, la financiarisation a joué un rôle déterminant. Analysé avec une précision qui s'est accrue au cours des dernières années, ce processus désigne un régime d'accumulation fondé sur une logique de valorisation financière du capital, régime dont la reproduction est rendue possible par les acteurs, pratiques et organisations propres au système financier (Aglietta & Rebérioux, 2004; Baran & Sweezy, 1967; Epstein, 2005). La financiarisation est également un processus d'extension de la régulation financière hors du secteur financier, permettant la captation et l'intégration des flux de revenus issus de la sphère économique et industrielle aux circuits de valorisation financière. Ces circuits financiers sont dynamisés par des activités dont le but est l'accumulation sous forme d'intérêt, de dividendes ou de gains en capital (Krippner, 2005), lesquelles produisent et reproduisent une série d'asymétries sociales fondées sur la capacité à capter la richesse sociale et à la convertir sous une forme financière.
- 2 Séparées pour une bonne part du XX^e siècle, où les managers disposaient d'une autonomie de gestion conférée notamment par des actionnaires peu enclins à s'immiscer dans les modèles d'affaires, les factions managériales et financières de l'élite économique se sont rapprochées à partir des années 1980, dans un contexte et selon des modalités propres à un régime d'accumulation financiarisé . Différents indicateurs permettent

d'apprécier cette tendance : l'augmentation de la part des revenus des entreprises versée en dividendes (Lazonick, 2000), la valorisation des activités orientées vers la sphère financière au détriment des stratégies industrielles traditionnelles (Duhaime, Hanin, L'Italien, & Pineault, 2010) et la diffusion de source de rémunération des dirigeants liée à la valeur boursière des entreprises (Useem, 1996). Au cours des dernières décennies, ce dernier dispositif stratégique a en effet été au cœur des propositions de modernisation des structures de gouvernance de la firme issues de la communauté financière.

- 3 En nous appuyant sur les travaux récents de la sociologie économique institutionnaliste, nous souhaitons contribuer ici à la connaissance des effets de la financiarisation sur le rapport entre dirigeants d'entreprises et actionnaires, en présentant les résultats d'une recherche sociographique portant sur la nature et le rôle de la rémunération des hauts cadres de grandes entreprises au Canada et au Québec. Cette étude vise plus particulièrement à présenter la composition de la rémunération des hauts dirigeants afin de fournir des pistes de réflexion concernant l'inflexion financiarisée des entreprises.
- 4 Sur la base des résultats de cette recherche, nous cherchons par ailleurs à mettre de l'avant une hypothèse alternative à celle que propose la théorie de l'agence dans la compréhension de la rémunération au sein des grandes entreprises. Nous considérons que la théorie de l'agence fait partie de l'attirail théorique déployé par les élites financières au tournant des années 1970 pour réaffirmer la supériorité d'une régulation par les marchés financiers, régulation se présentant comme une solution à un problème que ses concepteurs ont eux-mêmes construit (Erturk, Froud, Sukhdev, Leaver, & Williams, 2008; Pijl, 1984). Tout comme la théorie des droits de propriété, qui voit dans ceux-ci le fondement déterminant des relations et comportements entre les acteurs (Courret, 1998), la théorie positive de l'agence épouse la conception de l'entreprise en tant que nœuds de contrats (Eisenhardt, 1989).
- 5 Pour Godechot (2007), la spécificité des cadres hautement rémunérés dans l'industrie de la finance réside dans leur capacité à capter une part de capital lorsqu'ils prétendent ou quittent effectivement l'entreprise, un comportement susceptible de provoquer un choc financier. Nous proposons plutôt de considérer les dirigeants et les hauts cadres de firmes comme des acteurs susceptibles de profiter de la liquidité des actifs. Les transactions sur les stock-options et la recherche de la valeur actionnariale les amènent à se positionner comme des acteurs-clés dans la quête de rentabilité et de liquidité des capitaux investis. L'alignement que nous constatons entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires fonctionne de manière cohérente à travers les plans de rémunération. La trajectoire depuis 2001 de la composition de la rémunération des 100 PDG les mieux rémunérés, ainsi que des hauts cadres québécois de l'Indice 120 du Québec suggère que les gestionnaires de l'entreprise ont non seulement pu tirer profit des stock-options qu'ils détenaient, mais ont également réussi à sécuriser le risque qu'elles présentent, en les substituant de plus en plus aux unités d'actions fictives (UAF). Le rôle de gestionnaire industriel, qui prévalait sous la domination du capitalisme managérial et qui était essentiellement orienté vers le développement de la corporation (Berle et Means, 1968), a été relégué au second rang derrière l'exigence de rentabilité et de liquidité des actifs, desquelles les hauts dirigeants cherchent maintenant à tirer le maximum d'avantages.

Financiarisation de la corporation et transformations du contrôle : l'apport de la sociologie économique américaine

- 6 La financiarisation de la corporation a fait l'objet d'un nombre croissant d'études en sciences sociales ces dernières années, en particulier au sein de la sociologie institutionnaliste américaine. Cette sociologie a initié plusieurs chantiers de recherche portant sur des aspects de la financiarisation des grandes firmes, en particulier de leurs structures et de leurs stratégies (Davis, 2009; Dobbin & Zorn, 2005; Fligstein, 2001; Prechel, 2000; Zorn & Dobbin, 2003; Zorn, Dobbin, Dierkes, & Kwok, 2006).
- 7 Parmi celles-ci, les études de Fligstein sur le contrôle ont joué un rôle important dans la théorisation de ces transformations. Fligstein a en effet conceptualisé le contrôle en tant que médiation sociale, c'est-à-dire en tant que mécanisme de mise en relation du sujet économique et de l'environnement, par laquelle les structures et les stratégies de l'organisation corporative sont simultanément mises en pratique et reproduites. Si ces médiations ont un caractère fonctionnel et technique évident, elles ont aussi un aspect significatif dans la mesure où la gestion d'une firme repose toujours sur , des conventions dominantes portant sur les « meilleures pratiques » de contrôle, conventions qui sont largement partagées par la communauté d'affaires à une époque donnée (Fligstein, 1996 ; 2001). Reconstituant l'unité réelle de ces conventions ainsi que des structures et stratégies s'y rapportant, Fligstein a montré que les corporations se présentent toujours selon des configurations stabilisées et reconnaissables d'exercice de leur puissance, qu'il nomme formes de contrôle.
- 8 Une succession des formes de contrôle s'est ainsi étalée tout au long du XX^e siècle, mettant au cœur de ce processus diverses factions managériales visant à « imposer » leur conception du contrôle respective. Ces formes, qui ont toutes reposées sur l'encastrement de la firme dans l'économie de production, se sont succédées jusqu'à ce que les gestionnaires de fonds ne commencent, dans les décennies 1970-1980, à s'immiscer directement dans les affaires de la firme. À partir de ce moment, au nom d'une conception du contrôle de l'organisation où les conventions issues du système financier devenaient l'instance régulatrice, la forme financiarisée de contrôle de la firme s'est imposée (Fligstein, 2001). Reprenant explicitement la théorisation de Fligstein pour en prolonger et en préciser la capacité interprétative, Dobbin et Zorn (2005) se sont attardés à examiner cette nouvelle conception financiarisée de contrôle au sein des équipes dirigeantes. Selon eux, la spécificité de cette forme est qu'elle est issue de l'initiative externe de groupes actifs sur les marchés financiers, qui ont réussi à transformer durablement la façon dont les actionnaires et les dirigeants perçoivent leurs intérêts, en plaçant les intérêts des investisseurs institutionnels en priorité (2005, p. 183). Ce faisant, cette forme a entraîné une réorganisation des intérêts, des pouvoirs et des rôles à l'intérieur de la firme en fonction du principe de la « valeur actionnariale ».
- 9 Les profonds changements opérés durant cette période dans les structures de gouvernance de la firme ont été un catalyseur de premier plan dans cette réorganisation. Le glissement vers une rémunération des hauts cadres sous forme de stock-options, c'est-à-dire la possibilité d'exercer des droits sur des actions à un prix et à un moment privilégiés, a constitué un moment majeur dans la financiarisation de la firme (Aglietta &

Rebérioux, 2004). Grâce à ce dispositif, les managers ont été fortement incités à augmenter la rentabilité et la liquidité du titre de leurs firmes, et ce, en déployant des stratégies organisationnelles visant à agir favorablement sur les perceptions des analystes financiers (Zorn *et al.*, 2006). Cette transformation de la régie interne de la firme a bénéficié du soutien actif de firmes externes de comptabilité financière, qui ont régularisé et répandu ces pratiques (DiPrete, Eirich, & Pittinsky, 2010), contribuant du coup à la « normalisation » de la financiarisation de la structure de gouvernance des firmes (Folkman *et al.*, 2007). Par la déconsidération des services internes des entreprises en ressources humaines au profit des firmes externes, l'organisation est devenue un lieu de transaction pour des services externalisés, dont le contrôle discrétionnaire est le fait des hauts dirigeants ayant été progressivement intégrés à la communauté financière.

- 10 Cette intégration est significative. Plus que toutes les formes antérieures de contrôle de la grande corporation, la forme financiarisée a impliqué une profonde reconfiguration des rapports entre l'élite corporative et financière à partir de la fin du XX^e siècle. De plus, elle a scellé le passage de formes de contrôle faisant de la corporation un instrument défini par ses différentes parties prenantes, à une conception du contrôle où la firme est devenue un dispositif de valorisation financière du capital destiné à élargir la base de reproduction d'une élite de rentiers assumant de plus en plus de fonctions de régulation d'ensemble de l'économie.

La théorie positive de l'agence et ses limites

- 11 Dans la tradition d'analyse inaugurée par les travaux de Berle et Means (1968), la corporation est décrite comme un sujet économique et juridique basé sur la séparation des fonctions de propriété et de gestion. Contrairement à la propriété classique qui donnait à l'entrepreneur aussi bien le droit d'intervenir directement dans la gestion de son entreprise que le droit de tirer un revenu issu des actifs sous gestion, la structure financière d'une firme, qui prend la forme de titres, n'habilitait formellement plus ses actionnaires à s'ingérer directement dans les affaires de la firme (Morin, 1997). Autrement dit, l'institutionnalisation de la corporation a, d'une part, donné aux actionnaires le droit de tirer un revenu sur la base de la valeur de leurs titres, et elle a, d'autre part, délégué le droit de gestion de la firme aux managers, compris ici comme les « fonctionnaires » d'une organisation formellement autonome sur le plan juridique.
- 12 C'est ainsi que les actionnaires ont été relégués à une position passive, apparentée à celle du rentier, dont l'activité principale devient la gestion du risque lié à leurs investissements par le biais du contrôle exercé sur le conseil d'administration. Quant au management, les pouvoirs que lui a dévolus la corporation par le biais du conseil d'administration se sont accrus durant une bonne partie du XX^e siècle, selon le degré de dispersion des détenteurs de titres et sa capacité à mettre en place des mécanismes d'autocontrôle des directions (Morin, 1997). La corporation s'est ainsi imposée comme une médiation organisationnelle, c'est-à-dire en tant que dispositif d'accumulation pour les différents acteurs économiques – créanciers, actionnaires, dirigeants – (Bowman, 1996), qui modifie substantiellement, sans l'abolir, la nature du rapport de propriété.
- 13 Cette compréhension de la firme et de la propriété a eu des implications majeures sur les plans du contrôle de l'organisation et de l'affectation des flux financiers qu'elle génère : si l'action donne effectivement à son détenteur un droit à la richesse générée par la corporation, rien n'indique formellement que ce droit doit être le principe cardinal de la

gestion de la firme. Aucun privilège particulier quant au type d'allocation des ressources financières ou de répartition des revenus captés par la corporation n'est octroyé. Les finalités de la richesse créée et affectée par celle-ci ont historiquement constitué un enjeu « politique » pour les parties prenantes. Pour cette raison, la corporation est, comme l'a souligné Fligstein, le théâtre de conflits quant à l'exercice de son contrôle, contrôle qui relèvera d'abord des managers industriels (Galbraith, 1989), pour ensuite être rattaché aux « money managers » dans la financiarisation (Useem, 1996).

- 14 C'est pour faire pièce à ce paradigme dit « managérial » que la théorie positive de l'agence a été mise de l'avant (Lazonick, 2000). Cette théorie, qu'il faut distinguer de la théorie dite normative de l'agence¹, a été développée par Jensen et Meckling (1976) au cours des années 1970 et 1980 sur la base d'une réaffirmation de la primauté des droits des actionnaires sur l'ensemble des parties prenantes de la firme. Réactivant et appliquant unilatéralement la catégorie « classique » de propriété à la nouvelle réalité de la corporation, elle visait à répondre aux rapports conflictuels inhérents aux rôles institués au sein de l'organisation corporative, notamment celui entre hauts dirigeants et actionnaires, en suggérant l'existence d'une asymétrie de droit entre les actionnaires-propriétaires (le principal) et les managers (l'agent). Contre la tentation de ces derniers à vouloir gérer la firme selon une pluralité de critères représentatifs des parties prenantes de l'organisation, la théorie de l'agence avançait que les actionnaires-propriétaires étaient habilités à faire respecter la souveraineté de leurs droits et de leurs intérêts dans la gestion quotidienne de la firme.
- 15 Pour asseoir la souveraineté des actionnaires, cette théorie proposait la création de mécanismes de gouvernance permettant de résoudre un certain nombre de conflits réels ou potentiels entre les ceux-ci et les managers. Parmi ces mécanismes, la rémunération en stock-options apparaissait comme l'une des voies royales pour harmoniser les intérêts du principal et de son agent. Ces intérêts fondamentalement divergents peuvent se résumer aux éléments suivants : l'effort du manager, l'asymétrie d'informations entre les parties, les prélèvements discrétionnaires potentiels du manager, le patrimoine inégalitaire investi entre les parties (un portefeuille diversifié versus un revenu du travail), le court-termisme du manager qui s'oppose à la vision longue de l'actionnaire (Byrd *et al.* 1998 ; Rekik, (2010, pp. 366-367).
- 16 Les limites des conflits corporatifs sont multiples, mais la plus importante relève de ce que nous pourrions appeler la fable de « l'investisseur patient ». Il se trouve que la figure de l'actionnaire à long terme, présumée par la théorie de l'agence, ne correspond pas à la tendance observée depuis la fin des années 1970 dans la structure de l'actionnariat, où le profil des actionnaires s'est profondément modifié. Les actions sont aujourd'hui détenues de façon importante par des fonds de pension, des organismes de placement collectif ou fonds mutuels, des compagnies d'assurance-vie, des départements fiduciaires des banques, des fonds spéculatifs ou *hedge funds* et d'autres investisseurs institutionnels (Davis, 2009; Useem, 1996). Ces investisseurs optent pour des stratégies qui passent essentiellement par la recherche de liquidité et de rentabilité financière de leurs titres, selon des horizons temporels qui se sont considérablement raccourcis depuis trente ans (Aglietta et Rebérioux, 2004). Ainsi, la théorie positive de l'agence a conservé la conception d'un investisseur en tant que propriétaire individuel qui investit à longue échéance dans une entreprise, alors que la réalité est tout autre.
- 17 Il est légitime de questionner, plus largement, le caractère réaliste des présupposés de la théorie de l'agence. Ainsi en est-il de la justesse de la proposition phare de cette théorie,

selon laquelle les managers seraient les agents des actionnaires, bien que le droit canadien ait statué plusieurs fois au cours des dernières décennies à l'effet que les administrateurs de sociétés doivent orienter leur pratique en fonction des intérêts de la société en général (Allaire & Rousseau, 2014). À cet effet, trois arguments critiques doivent être soulevés ici.

- 18 Le premier a trait à la nature du rapport évoqué par la théorie de l'agence pour fonder l'asymétrie entre les actionnaires et les managers, qui fait fi de la mutation de la propriété privée « classique », qui s'est vue dépouillée de sa capacité à intervenir directement dans les affaires courantes de la firme. La théorie de l'agence désigne les actionnaires en tant que figure héritée des entrepreneurs. Le second argument porte sur l'équation établie par la théorie de l'agence entre le principal et l'exposition au risque : ce sont les actionnaires qui occuperaient la fonction la plus à risque dans la firme. Or, non seulement les dirigeants, mais les salariés et les autres parties prenantes sont elles aussi placées devant des risques économiques et financiers, dont le niveau est allé en s'accroissant depuis trente ans. De plus, à mesure que les marchés financiers se sont développés et segmentés, le risque encouru par les actionnaires a tendu à être de moins en moins important pour certaines catégories d'investisseurs. En effet, la part du profit des corporations versée en dividendes aux actionnaires n'a cessé de croître tant aux États-Unis qu'au Canada, sécurisant ainsi le patrimoine financier des détenteurs de titres (Macdonald & Jackson, 2012, p. 9). L'accroissement continu des dividendes montre que, malgré la récente crise financière, la grande majorité des actionnaires ont réussi à se préserver du risque que constituait leur participation en capital, les promouvant à une position de « créanciers protégés » (Aglietta & Rebérioux, 2004, p. 57). Une dernière et importante limite de cette théorie concerne le postulat selon lequel les intérêts des managers seraient foncièrement opposés à ceux des actionnaires, dans la mesure où ils auraient tendance à relativiser l'importance du patrimoine des investisseurs lors de la prise de décision. Ainsi, seule une forme de rémunération axée sur l'évaluation boursière de la firme serait en mesure d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et permettrait de refléter correctement leur performance individuelle. Toutefois, on retrouve une littérature scientifique abondante qui réfute, sur pièces, le lien entre performance des dirigeants et performance boursière de la firme : il a été montré que la taille de l'entreprise expliquerait 54% de la variance de la rémunération, tandis que la performance de l'entreprise jouerait pour seulement 5% (Tosi, Werner, Katz, & Gomez-Mejia, 2000). Chez les défenseurs de la théorie de l'agence eux-mêmes se trouvent des auteurs pour lier le pouvoir exagéré des dirigeants à leur capacité à capter une rente sous forme financière. C'est du moins les résultats souvent cités des études de Bebchuk (Bebchuk & Fried, 2004) pour qui la forme et le niveau de la rémunération peuvent être en faveur des dirigeants lorsque ceux-ci sont en mesure de détourner une partie de la valeur corporative créée en influençant le conseil d'administration en fonction de leurs propres intérêts.

Les transformations du mode de rémunération des dirigeants de grandes firmes au Canada et au Québec

Les plans de rémunération des hauts dirigeants

- 19 Tout comme ce fut le cas pour la théorie de l'agence, plusieurs principes de gouvernance ont été façonnés par la prégnance des investisseurs institutionnels et l'implantation d'une forme financiarisée de contrôle de la firme. Ces investisseurs se sont placés dans une position de porte-parole des actionnaires, en particulier sur la question de la rémunération des dirigeants d'entreprise, où ils ont laissé leur marque. Ainsi, selon Magnan *et al.* (2009), le plan de rémunération de la haute direction aura tendance à avantager les actionnaires et les détenteurs de titres dans les cas suivants : 1) Les proportions d'administrateurs externes et celle des actions de la firme détenue par ceux-ci sont importantes; 2) Le dirigeant ne cumule pas la fonction de président et celui du conseil d'administration; 3) L'expérience des administrateurs et le niveau de rémunération dans leur emploi sont élevés et composés d'actions (la détention des stock-options dans leur cas pourrait favoriser l'adoption de comportement spéculatif ou court-termiste orienté vers l'accumulation); 4) La transparence dans la gouvernance d'entreprise est importante.
- 20 Regroupés au sein du Canadian Coalition for Good Governance (CCGG), les investisseurs institutionnels au Canada ont promu ces nouvelles règles qui se sont graduellement imposées aux entreprises par le biais des recommandations issues de l'Agence canadienne des valeurs mobilières. Ces nouvelles normes ont abouti à des résultats tangibles : en 2003, seulement 38% des compagnies indexées étaient dotées d'un conseil d'administration présidé par une personne indépendante, alors qu'en 2010 elles étaient 58% (CCGG, 2013).
- 21 Le plan de rémunération des hauts cadres de l'entreprise est un aspect névralgique de la gouvernance et il doit, pour cette raison, être soumis à l'approbation des actionnaires par le conseil d'administration ou par un sous-comité attribué à cette tâche. Il est le plus souvent préparé par des firmes-conseils, qui conjuguent des paramètres de performance et des pratiques de *benchmarking*, où des comparaisons sont établies entre entreprises d'un même secteur dotées d'une capitalisation boursière similaire. Il peut ensuite faire l'objet d'un vote d'appui par l'assemblée extraordinaire des actionnaires, qui a lieu habituellement une fois par année. Appelé « Say on Pay », ce processus est soit fermé, soit ouvert aux membres de la direction selon les pays – c'est le cas au Canada, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie. En 2009, soit l'année d'entrée en vigueur au Canada de ce mécanisme, 13% des entreprises canadiennes cotées en bourse y avaient recours. Cette proportion a bondi à 44% en 2010 et à 78% en 2011 (CCGG, 2013, p. 11).
- 22 La rémunération globale des dirigeants est le fruit du cumul de diverses sources et modalités de rémunération, dont le classement est grandement influencé par la discipline qui pose un regard sur elles. Les comptables se préoccupent des divisions par types d'impositions fiscales, alors que le management des ressources humaines sépare et justifie celles-ci en fonction d'un plan d'incitation à courte ou à longue échéance, ou en fonction d'une triple équité : l'équité interne – la valeur de l'emploi exercée en regard de sa position dans l'entreprise, l'équité externe – la valeur du poste occupé en fonction du marché de postes similaires et l'équité individuelle – rendement de l'individu. À la fois

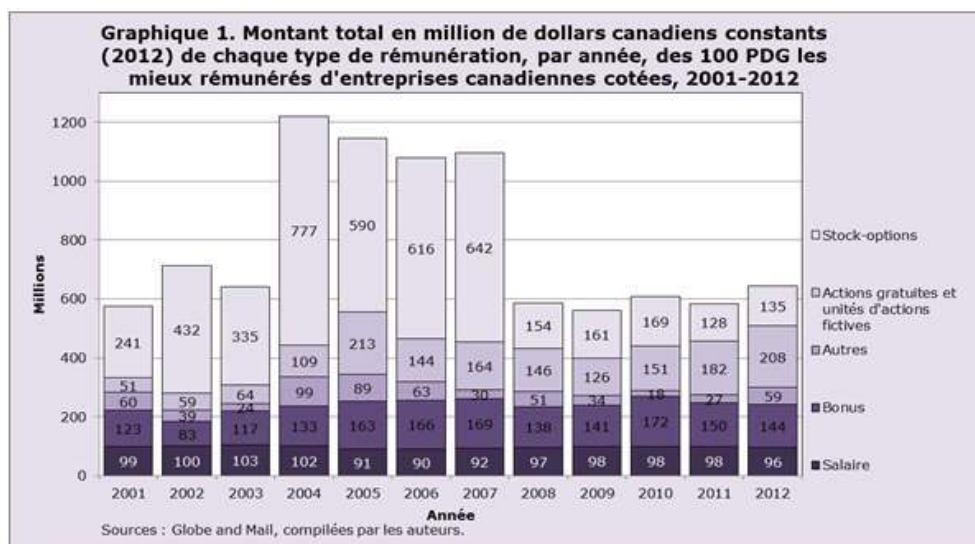
soucieux du régime fiscal et des paramètres de performance qui guident l'établissement de la rémunération, nous classons en trois grands types les sources de rémunération² :

1. Un versement fixe, qui comprend le salaire de base, mais aussi les avantages liés à l'exercice de l'emploi, incluant en outre les assurances, la pension, les voitures et le logement de fonction, les cartes de crédit d'entreprise;
 2. Les primes fondées sur les évaluations comptables, appelées également bonus. La méthode la plus répandue de calcul de la création de valeurs actionnariales – *economic value added* (EVA) –, opte pour une comptabilité qui divise les unités de l'entreprise, rendant plus faciles l'évaluation du rendement et ainsi la mise en place de bonus. La prime d'un dirigeant peut par exemple être fixée en fonction de l'augmentation de l'EVA par rapport à une période antérieure, trimestrielle ou annuelle;
 3. Les rémunérations liées à la performance boursière de l'entreprise.
- 23 Ce troisième et dernier type de rémunération est motivé par le souci d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Cette innovation organisationnelle a clairement coïncidé avec la mise en place de la forme financiarisée de contrôle, où les conventions et principes de gestion en vigueur dans la communauté financière ont été jusqu'à redéfinir la manière de rétribuer et de sanctionner les performances des hauts dirigeants. Ce mode de rémunération se décline en trois principales formes : les stock-options, les actions gratuites et les unités d'actions fictives (UAF). Présentons-les ici brièvement, puisqu'elles font désormais partie des discussions concernant la gouvernance des organisations.
- 24 1) Les stock-options sont une forme de rémunération qui donne l'opportunité à certains salariés d'acquérir des actions à un prix préférentiel, au moment qu'ils jugent opportun dans une période prédéterminée par leur contrat de travail. La levée fait l'objet d'un choix discrétionnaire et permet aux détenteurs d'exercer leurs stock-options, c'est-à-dire de réaliser une plus-value entre la valeur d'attribution de la stock-option et la valeur de l'action au moment de la levée. Depuis 1994, le Canada offre une réduction de 25% du taux d'imposition sur la valeur issue de la levée des stock-options et la valeur de celles-ci n'est pas imposable dans l'année fiscale d'attribution.
- 25 On distingue deux types de stock-options : les options de souscription d'actions et les options d'achat d'actions. Les premières, de loin les plus courantes, lorsqu'elles sont exercées, sont émises par l'entreprise, ce qui augmente le capital de celle-ci, mais dilue le pouvoir des actionnaires. Les options d'achat d'actions sont, quant à elles, des actions (qu'une règle informelle en vigueur au Canada plafonne à 10% du total des actions de la société) que la société a préalablement émises et rachetées aux fins de rémunération et dont la distribution aux bénéficiaires doit se faire à l'intérieur d'un an à partir de l'achat. Si la valeur des actions n'est pas avantageuse et que la levée n'a jamais lieu, c'est-à-dire si les stock-options mis à la disposition des individus ne sont pas exercés, la société demeure avec ces actions et est obligée de les vendre à perte. Cette manœuvre permet en outre à la haute direction, avec l'aval du conseil d'administration, de choisir le moment et la quantité d'actions rachetées de manière à s'enrichir considérablement (Crotty, 2009; Lazonick, 2009; Lazonick & O'Sullivan, 2002). Contrairement aux actionnaires et aux corporations, ces deux formes de stock-options présentent les mêmes avantages et modalités d'exercice pour les personnes qui en bénéficient.
- 26 2) Outre les stock-options, les actions gratuites constituent une autre forme de rémunération variable, qui est souvent accompagnée de conditions de présence dans l'entreprise et de conservation pour une période déterminée.

- 27 3) Troisième catégorie de rémunération liée à la performance boursière corporative, les unités d'actions fictives (UAF) sont des actions dont la valeur repose sur la valeur des actions au moment où elles font l'objet d'une signature dans le cadre d'un contrat de travail. Selon les modalités du contrat et l'échéance de leur mise à disposition, ces unités d'actions peuvent avoir plusieurs libellés : unités d'actions différées, restreintes, incessibles, subalternes, assujetties à la performance, etc. Notons également que les UAF sont imposables à titre de revenu d'emploi, mais que pour les entreprises, leur valeur est déductible d'impôts.
- 28 La crise financière de 2008 a provoqué de nombreux débats concernant la rémunération des dirigeants (Steiner, 2011). Cependant, peu d'entre eux ont porté sur la signification et la portée de la forme de la rémunération comme telle, se préoccupant essentiellement de la montée en valeur de celle-ci (Allaire, 2012) ou de celle stock-options (Zheng & Zhou, 2012). Nous poursuivons justement cet objectif de description des tendances à l'œuvre en matière de rémunération, sur le fond de l'analyse critique de la théorie de l'agence que nous avons présentée. Notre intention dans cette section est de documenter et d'analyser le développement de cette modalité de financiarisation de la gouvernance de la firme, en étudiant la composition de la rémunération des hauts dirigeants au Canada et au Québec.
- 29 Notre démarche se décline en deux volets : 1) la rémunération des 100 PDG les mieux rémunérées de sociétés canadiennes ouvertes de 2001 à 2012; 2) La rémunération des cinq individus les mieux rémunérés des entreprises indexées dans l'Indice 120 du Québec en 2007 et en 2011. Concernant le premier volet, les données ont été extraites de la publication annuelle du quotidien torontois *Globe and Mail*. Les informations relatives à la rémunération au Québec et au Canada sont divulguées annuellement selon les exigences de l'Autorité canadienne des valeurs mobilières, qui, en 2009, a grandement modifié les catégories soumises au règlement. À partir de la législation de 2009, qui se reflète dans les bilans des compagnies pour l'année 2008, la valeur de la pension accumulée a été ajoutée. On notera aussi que les stock-options ont fait l'objet d'une modification majeure : jusqu'en 2007, ils concernaient les stock-options exercées, tandis qu'à partir de 2008, ils désignent les stock-options octroyés. Ce changement ne s'est pas fait sans effet sur la cohérence des données disponibles, d'autant qu'il coïncide avec le déclenchement de la crise financière la même année.
- 30 Concernant le volet québécois, nous avons opté pour une méthode diachronique, qui, sur le plan heuristique, nous permet de voir les modes de rémunération par secteur et par catégorie d'emploi entre deux périodes distinctes, soient l'année précédant l'éclatement de la crise financière (2007) et l'année d'après cette crise disposant des informations les plus récentes (2011). Le nombre de hauts cadres et de dirigeants d'entreprise s'élève à 400 en 2007 et 509 en 2011, en provenance respectivement de 87 et de 116 compagnies, c'est-à-dire l'ensemble des compagnies de l'Indice 120³ du Québec pour lesquelles les circulaires d'invitation à l'assemblée annuelle de la compagnie, contenant les informations les plus détaillées sur la rémunération des hauts cadres, étaient disponibles sur le site de compilation des documents corporatifs canadiens SEDAR. Nous avons passé en revue chaque circulaire pour les années concernées et saisies dans un logiciel d'analyse statistique les données relatives à la rémunération, le poste occupé pour chaque personne. Les données québécoises permettent en outre d'opérer une distinction entre les actions gratuites et les UAF et de voir si la trajectoire de la place des stock-options dans la rémunération n'est qu'attribuable au changement dans la divulgation canadienne, ou s'il y a réellement une baisse dans la valeur des stock-options octroyées.

Les résultats de la recherche sur les plans de rémunération des hauts dirigeants au Canada et au Québec

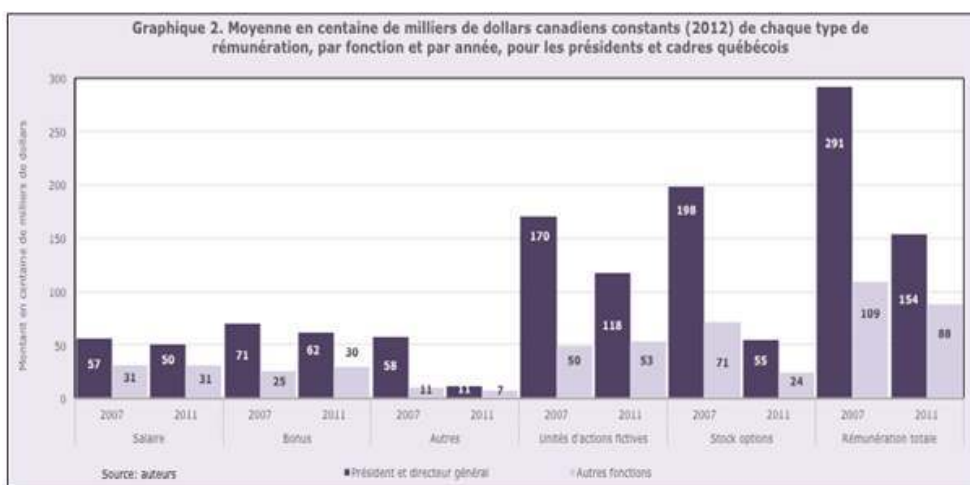
- 31 Les données du graphique 1 sont une compilation des données concernant la rémunération des PDG ayant la plus haute rémunération au Canada pour les entreprises cotées.



- 32 Quatre observations se dégagent de ce graphique. Premièrement, on remarque une stabilité du montant attribué au salaire et à la catégorie « autre ». Le salaire se situe à un total de 97M\$ en moyenne. La proportion qu'il occupe est d'environ 13,5% de la rémunération totale au cours de la période étudiée. La part du type *autre* rémunération se situe, quant à elle, en moyenne à 6%, soit 50M\$.
- 33 Deuxièmement, la catégorie bonus, dont le montant moyen s'élève à 141M\$, est marquée par une augmentation à partir de 2005 puis une stabilisation par la suite. C'est donc dire que, de façon proportionnelle, elle est devenue plus importante au cours des dernières années, puisque la baisse qu'elle a subie est nettement moins importante que celle des autres catégories.
- 34 Troisièmement, les stock-options sont très élevées juste avant la crise, qui varient de 241M\$ à 777M\$, et diminuent considérablement par la suite, à tel point que les salaires et bonus deviennent plus élevés que ceux-ci.
- 35 Quatrièmement, les UFA ont commencé à augmenter en 2004 et occupent, depuis la fin de la crise, une part des stock-options. Cette catégorie de rémunération atteint 208 M\$ en 2012, soit 32% du total de la rémunération. Les UAF semblent donc s'être substituées aux stock-options.
- 36 Ensemble, les UAF et les stock-options ont cru au milieu de la période étudiée pour diminuer par la suite. En proportion, les actions et UAF ainsi que les stock-options occupent de 51% à 73% du total de la rémunération de 2001 à 2007, suivi par un affaiblissement drastique à partir de 2008 (51%), attribuable probablement à la crise financière de 2008 et au fait qu'il s'agisse à partir de ce moment-là des stock-options octroyées seulement, avant de remonter graduellement (53% en 2012). Les stock-options exercées ont connu une augmentation régulière de 2001 à 2007, passant de 42% à 59%,

avant qu'une forte chute soit constatée pour les stock-options octroyées en 2008 (26%) et qui perdure jusqu'en 2012 (21%). La faible proportion occupée par les stock-options octroyées après 2008 est remplacée par la part grandissante que prennent les actions gratuites et unités d'actions fictives (9% en 2001 et 32% en 2012) et dans une moindre mesure le bonus (qui se maintient entre 22 et 28% après 2007).

- 37 Une comparaison des années 2001 et 2012 ne permet pas de conclure à une augmentation significative de la part des UFA et stock-options, puisque ces derniers concernent les stock-options octroyées en 2012 et celles exercées en 2001. Soulignons cependant que, sur une période de 12 ans, le pourcentage de PDG de cette population ayant exercé ou reçu leurs stock-options est passé de 39% à 71%, avec un maximum de 99% en 2002. Le pourcentage de PDG s'étant vus offrir des actions gratuites ou des UAF a, quant à lui, suivi une progression constante et rapide durant la même période : de 22% en 2001, il était de 78% en 2012.
- 38 Ces tendances se renforcent lorsque notre regard se pose vers les 20% les mieux payés de la population présentée : les stock-options et les unités d'actions fictives ont tendance à occuper une plus grande part dans le total de la rémunération que ce n'est le cas dans les 8 premiers déciles⁴. Ainsi, la proportion de la rémunération en stock-options pour les 9^e et 10^e déciles est en moyenne 21% plus élevée que celle des 8 premiers déciles, de 2001 et 2007 et de 4% pour 2008 et les années subséquentes. La réduction en 2011 et 2012 des stock-options au profit des actions gratuites et UAF est plus radicale chez les 9^e et 10^e déciles (+21 et +15%) que chez le reste de la population (+2% et +9%). La part occupée par le salaire dans la composition de la rémunération des 8 premiers déciles est en moyenne de trois fois plus élevée qu'elle ne l'est dans les deux autres déciles. De plus, ces résultats doivent être mis en lumière dans le rapport du premier au dernier décile qui témoigne d'une réduction importante, au fil des ans, de l'écart entre les déciles : le 10^e décile gagnait 56 fois plus en 2001 que le premier décile, ce rapport a diminué considérablement depuis, atteignant 13 fois en 2007.
- 39 Une analyse complémentaire par secteur d'activité des entreprises nous permet de constater que de 2001 à 2007, le montant moyen des stock-options (2001 et 2002) et des actions et UAF (2003 à 2007), du secteur des finances et assurances est supérieur aux autres. Cette prépondérance s'arrête à partir de 2008, à partir de laquelle aucun secteur ne domine durablement les autres. Cela peut illustrer une sorte de standardisation des formes de rémunération et de leur valeur, dont le secteur financier constitue le moteur et le régulateur. Cette hypothèse est confortée par le fait que le secteur des finances et assurances ne s'est pas accru et que les stock-options exercées à leur plus forte croissance (2004 à 2007) ne sont pas le type de rémunération pour lequel les PDG de ce secteur reçoivent le plus d'argent : ce sont les actions et UAF.
- 40 Sur la scène québécoise, rappelons que des analyses ont été menées concernant la rémunération des cinq cadres les mieux rémunérés de chaque entreprise afin de fournir des résultats plus approfondis au sein de chaque organisation, s'étendant au-delà de ceux des dirigeants d'entreprise (graphique 2). Comme ce fut le cas pour les données concernant les PDG canadiens, les catégories de salaire et de bonus sont présentes ainsi que les autres types de rémunérations. Les actions gratuites sont considérablement moins attribuées (seulement 21 personnes en 2007 et 71 en 2011). Les stock-options sont calculées au moment de l'octroi, ce qui nous permet d'obtenir une comparaison temporelle fiable.



- 41 La comparaison temporelle en dollars constants permet d'observer une baisse de 25% de la rémunération au Québec, passant en moyenne de 291 000 \$ à 154 000 \$ pour les présidents et PDG et de 109 000 \$ à 88 000 \$ pour les autres cadres. À l'exception du salaire, l'écart entre les moyennes de 2007 et de 2011 des deux catégories d'emploi semble s'amenuiser. Cela est particulièrement prononcé concernant les UFA et les stock-options, dont la différence entre les moyennes des deux catégories d'emploi est respectivement passée de 120 000 \$ à 65 000 \$ et de 127 000 \$ à 31 000 \$.
- 42 La composition de la rémunération a grandement changé entre 2007 et 2011 pour l'ensemble des hauts cadres au Québec. On assiste à une chute drastique des stock-options octroyées, tant dans la proportion que cette forme de rémunération occupe parmi les autres (-20%) que dans la moyenne observée quant au montant (-72%). L'écart entre 2007 et 2011 de la moyenne des stock-options s'accroît davantage chez les présidents et directeurs généraux (-72%) et dans les secteurs de la consommation et des médias et télécommunications. Aussi, le pourcentage de cadres ayant reçu des stock-options est passé de 56% en 2007 à 51% en 2011 ; cette baisse est remarquée tout particulièrement dans le secteur financier (-21%). L'idée, selon laquelle la rémunération canadienne d'après-crise se caractérise par une chute des stock-options octroyées et non seulement une chute des stock-options exercées, semble ici renforcée par les données québécoises.
- 43 Dans le secteur financier, la réduction de la part dédiée aux stock-options est remplacée de façon quasi complète par l'octroi d'unités fondées sur la valeur de l'action. Cette tendance prévaut également pour le secteur du pétrole, gaz et métaux, mais dans une moindre mesure : la part du salaire ayant elle aussi augmentée. Pour les individus aux postes de présidents ou directeurs généraux, ainsi que pour les secteurs de la consommation, de l'industrie et de la santé, il semble que ce soit le salaire et le bonus qui aient récupéré cette part laissée par les stock-options. Quant au secteur des médias et télécommunications, la baisse de 40% de la part des stock-options a été remplacée également entre salaire et bonus (+22%), d'un côté, puis unités fondées sur la valeur de l'action (+20%), d'un autre côté. On observe également cet équilibre chez les hauts cadres.
- 44 Alors que la moyenne des montants attribués en octroi de stock-options et la somme globale de ces montants ont chuté dans tous les secteurs et parmi tous les hauts cadres, les unités d'actions fictives ont une valeur qui a crû de 23% globalement, une somme qui a fait un bon de 51% chez les autres cadres, mais qui a légèrement diminué pour les présidents et chefs de direction. La somme totale versée sous forme d'unités d'actions

fictives a augmenté les secteurs de la consommation (+21%), des finances et assurance (+38%) ainsi que dans celui des médias et télécommunications (+33%). De façon générale, on observe une tendance à la diffusion de cette source de rémunération chez les cadres qui sont 8% de plus à en bénéficier en 2011 qu'en 2007. Ils sont 21% plus nombreux à en recevoir dans le secteur du pétrole, gaz et métaux, 17% dans le secteur de la santé et 16 % dans celui des médias et télécommunications.

Discussion des résultats

- 45 Le manque de transparence et de constance dans la divulgation des autres composantes de la rémunération, comme le montant de la retraite ou la part de capital détenu par le dirigeant, ne nous ont pas permis de discuter de tous les éléments susceptibles de permettre une appréciation plus juste de l'écart qui existe entre les hauts cadres provenant de différents secteurs d'activités du Canada et du Québec. À titre d'exemple, les dirigeants canadiens bénéficient de modalités de négociation de retraite qui ne font plus partie des normes habituelles réservées aux salariés, mais dont la divulgation n'a été ordonnée au Canada qu'en 2010. Les prestations de retraite ont d'abord été calculées à partir du salaire ; graduellement elles le furent à partir du salaire et des bonus, auxquels se sont ajoutés les actions et les stock-options ainsi que leurs dérivés. Dans des cas de plus en plus nombreux, le pourcentage de la pension peut être augmenté chaque année, des clauses de continuité de la prestation de retraite au conjoint du dirigeant sont mises en place, les rentes de retraite des dirigeants sont converties en assurance-vie afin que les héritiers reçoivent un transfert libre d'impôt, des fiducies sont créées pour permettre de garantir les prestations de retraite en cas de faillite de la firme, alors que les employés sont privés de leur propre régime dans un pareil cas, etc. (St-Onge & Thériault, 2006).
- 46 De façon générale, l'étude des populations de PDG les mieux payés au Canada et des hauts cadres québécois des entreprises cotées en bourse montre une augmentation constante de la part des rémunérations autres que le salaire. Les unités d'actions fictives semblent de plus en plus préférées aux stock-options, qui avaient jusqu'ici attiré l'attention des chercheurs. Les scandales de délits d'initiés liés aux stock-options qui ont éclaté dans le contexte de la crise financière de 2008, les pressions exercées par les hauts dirigeants sur le conseil d'administration pour l'obtention de stock-options en fonction de la conjoncture (Cai, 2007; Yermack, 1997), les transactions de stock-options ou leur manipulation à des fins d'enrichissement immédiat par les dirigeants et les traitements fiscaux ont tous les trois contribué à la recherche de solutions alternatives à cette forme de rémunération.
- 47 De ce fait, la détention d'unités d'actions fictives semble maintenant perçue comme la meilleure solution pour faire concorder les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, et ce, pour trois raisons majeures. Premièrement, parce que le risque de gain et de perte est le même pendant une période relativement longue – au moins trois ans pour les unités d'actions différées –, le dirigeant est ainsi amené à opter pour des stratégies de long terme. Deuxièmement, il semblerait que cette forme de rémunération vient atténuer de manière plus efficace l'aversion pour le risque que ne le faisaient les stock-options. En effet, si la valeur de l'action était à la hausse, les dirigeants cherchaient à exercer leurs stock-options, mais dans le cas contraire ils ne faisaient rien; la détention d'unités d'actions fictives les engage, en quelque sorte, tout au long de l'exercice de leur emploi. Troisièmement, les unités d'actions fictives sont plus intéressantes pour les

actionnaires puisqu'elles n'ont pas d'impact, lorsqu'elles sont octroyées ou empochées, sur la dissolution de l'actionnariat. De plus, elles ne sont pas assorties des mêmes droits pour le détenteur que les stock-options, dont le droit de vote et les autres droits associés à détention d'actions. La réaction positive des marchés face à l'adoption de plan de rémunération ayant une large part d'unités d'actions fictives différées et les objectifs de gouvernance auxquels leurs utilisations répondent, font pencher les entreprises en faveur de leur adoption (Khalil, Magnan, & André, 2008).

- 48 Dans les années 1990, la valeur estimée de la rémunération en stock-options était en moyenne de 33% au Canada (St-Onge & Thériault, 2006) et constituait la seule composante susceptible de fluctuer en fonction de la valeur boursière. Notre étude constate que les stock-options atteignent 21% chez les présidents et que la part de la rémunération fondée sur la valeur boursière est de 52%, une tendance qui confirme la conclusion de la seule enquête canadienne réalisée entre 2000 et 2005 sur le sujet .
- 49 La comparaison temporelle de la rémunération des dirigeants canadiens suggère qu'il se met en place un processus de stabilisation des règles financières et une diffusion de celles-ci dans des secteurs non financiers et parmi des entreprises qui ont tendance à situer la rémunération de leur dirigeant dans les huit premiers centiles. Comme ce fut le cas pour les parachutes dorés qui se sont répandus lors du mouvement des fusions-acquisitions aux États-Unis dans les années 1980 , les unités d'actions fictives et les actions ont été diffusées dans une période de changement pour justifier un risque nouveau que les managers ne voulaient pas assumer – celui de la crise financière, et devient ainsi un instrument normalisé.
- 50 Les résultats de notre enquête montrent que les capacités de contrôle penchent en faveur des actionnaires, qui ont réussi à maîtriser les effets négatifs des stock-options en leur substituant les unités d'actions fictives. Cela dit, il semblerait qu'une lecture partenariale et non conflictuelle serait à même de rendre compte du fait que les dirigeants d'entreprises profitent de cette situation, ne serait-ce que par le fait de n'avoir été que très peu touchés par la crise financière : la valeur des stock-options, moins octroyées et moins exercées, a été compensée par l'arrivée massive des UAF.
- 51 La théorie positive de l'agence n'a pas véritablement analysé la signification et la portée à long terme de la redéfinition de la forme de rémunération des hauts dirigeants. Ainsi que Zorn et Dobbin (2005) l'ont avancé, cette théorie a davantage constitué un « révélateur » qui, sur le plan idéologique, exprime des transformations qui ont eu cours dans l'économie générale des forces sociales gravitant dans le champ de forces de la firme. Ces transformations affectant la composition de l'élite managériale et financière sont de mieux en mieux documentées, en particulier les nouvelles relations induites par la financiarisation entre les hauts dirigeants des firmes et les gestionnaires de fonds (Savage & Williams, 2008; Useem, 1996). Les fonctions managériales et financières, loin d'être par nature antagoniques et conflictuelles, seraient plutôt partenariales et complémentaires dans cette phase du capitalisme avancé (Erturk *et al.*, 2006). La forme financiarisée de rémunération rend en fait poreuse la frontière entre ces deux fonctions et matérialise une logique de cooptation de l'élite managériale au sein de l'élite financière. La rémunération des dirigeants n'est pas seulement le reflet des transformations de la forme financiarisée de la firme : elle en est le moteur. Les managers sont des acteurs clés dans la redéfinition des activités prioritaires de la firme, c'est-à-dire les activités financières en premier lieu, puis les autres activités reléguées au second rang et dominées par la première. La stagnation, voire la réduction en valeur absolue de la rémunération

moyenne des présidents et directeurs généraux, et dans une moindre mesure, celle des hauts cadres, pourrait signifier également le déplacement des enjeux de contrôle des flux financiers vers des entreprises et des acteurs intermédiaires qui interviennent à des moments-clés du processus (Folkman, Froud, Sukhdev, Leaver, & Williams, 2008). Les formes financières de rémunération poussent les gestionnaires, par une incitation financière, à redéfinir les objectifs de croissance sous le terme de celle de la valeur actionnariale. Un des changements fondamentaux engendrés par la rémunération axée sur la valeur boursière est qu'elle rend le rôle des dirigeants d'entreprises contradictoire : ils sont à la fois gestionnaires industriels et acteurs financiers.

- 52 Quant à la théorie de l'agence, les faits montrent qu'elle repose sur une conception erronée de la nature des actionnaires, ceux-ci étant de plus en plus des investisseurs institutionnels recherchant le rendement à courte échéance. Du côté managérial, soulignons que la moyenne en poste d'un PDG est de 6,6 ans en 2010, soit un an et demi de moins qu'en 2000 (Favaro, Karlsson, & Neilson, 2012). Cette moyenne est de 4,3 ans pour un PDG qui vient de l'extérieur de l'entreprise et de 7,1 années pour un PDG qui viennent de l'intérieur de l'organisation. La rotation plus importante qui vise particulièrement les PDG externes est directement liée à la hausse de la rémunération depuis deux décennies (Palomino & Peyrache, 2013). Nous avançons que les dirigeants ne sont pas lésés par ces pratiques actionnariales, trouvant plutôt leur compte dans une vision quinquennale de leurs activités dans une entreprise, c'est-à-dire le temps d'un contrat comme chef d'entreprise.

Conclusion

- 53 Contrairement aux formes de contrôle antérieures, la forme financiarisée a été d'abord impulsée et implantée par les acteurs financiers gravitant autour de la grande corporation. En abordant plus spécifiquement la transformation du mode de rémunération des hauts dirigeants, nous avons cherché à mettre en lumière le rôle de ce dispositif organisationnel dans cette inflexion financiarisée de la régie interne de la grande entreprise. Nous avons vu qu'en proposant une rémunération des managers couplée aux marchés financiers, sous la forme de stock-options ou d'UAF, les gestionnaires de fonds ont contribué à une reconfiguration des structures de gouvernance de la firme, ainsi qu'à une redéfinition des rapports entre factions de l'élite des affaires.
- 54 D'une part, en effet, la financiarisation des plans de rémunération a « contraint » les hauts managers à cheville leurs intérêts aux conventions et stratégies propres à la communauté financière, transformant du coup la fonction managériale au sein de la grande entreprise. Alors que cette fonction était, pour l'essentiel du 20^e siècle, assignée à une finalité économique, soit la planification et le développement économique à long terme de l'entreprise, elle a été redéfinie par les impératifs de rentabilité et de liquidité financière du capital. Évidemment, cette redéfinition n'est pas complète, pour autant où la firme reste ancrée dans des exigences économiques de longue portée qui la somment de se projeter sur le temps long. Mais la fonction managériale, désormais dotée d'un patrimoine financier à valoriser, a aujourd'hui davantage à voir avec la gestion de produits de couverture et l'élaboration de stratégies de valorisation financière permettant d'intégrer avantageusement la corporation dans le cadre du système financier. De ce fait, la théorie de la corporation développée par Berle et Means, mais

aussi la théorie positive de l'agence, qui reposent toutes deux sur une différenciation fonctionnelle réelle entre la propriété et le contrôle, se trouvent ébranlée par les développements récents de la réalité de la corporation financiarisée. Il faut en effet constater que Berle et Means ont « essentialisé » une configuration de la firme, soit celle du début du 20^e siècle, configuration qui s'avère finalement historiquement située : les frontières entre la fonction managériale et la fonction financière ne sont pas foncièrement étanches et présentent une multiplicité de lieux de branchements et de recoupements qui remettent en cause les fondements de la relation d'agence, comme en atteste les dispositifs introduits dans l'octroi des sources financières de rémunération.

- 55 D'autre part, on ne peut ignorer le fait que le vecteur de financiarisation de la grande entreprise a mené le haut management à délaisser progressivement les « partenaires d'antan » qu'étaient les salariés et les parties prenantes des milieux économiques dans lesquels était encastrée la firme, pour adopter de nouveaux réseaux d'intérêt matériel et de socialisation. Grâce aux dispositifs de cooptation comme celui des plans de rémunération financiarisée, les investisseurs institutionnels ont fait des hauts managers des membres de la communauté financière à part entière, dont ils partagent désormais la conception du contrôle. En réalité, l'élite managériale et l'élite financière font désormais partie de la même constellation d'intérêts : de nouvelles alliances objectives entre ces deux factions de l'élite d'affaires ont essaimé au fur et à mesure que la financiarisation gagnait l'intérieur même des médiations sociales de la forme de contrôle antérieure. Ce fait ouvre donc de nouvelles perspectives de recherche sur la dynamique et les trajectoires nationales des élites dans le capitalisme contemporain, un domaine d'études en sciences sociales qui regagne aujourd'hui toute sa pertinence et son actualité.

BIBLIOGRAPHIE

- Aglietta, M., & Rebérioux, A. (2004). *Dérives du capitalisme financier*. Paris: Albin Michel.
- Allaire, Y. (2012). The Americanization of Canadian Executive Compensation (pp. 66). Montreal: Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques.
- Allaire, Y., & Rousseau, S. (2014). Gouvernance et parties prenantes : L'obligation du conseil d'administration d'agir dans l'intérêt de la société (pp. 43). Montréal: Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques.
- Baran, P. A., & Sweezy, P. M. (1967). *Monopoly capital. An Essay on the American Economic and Social Order*. New York: Monthly Review Press.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2004). *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1968). *The modern corporation and private property. Revised edition*. New York: Harcourt.
- Bowman, S. R. (1996). *The modern corporation and American political thought: law, power, and ideology*. University Park, Pennsylvania: Pennsylvania State University Press.

Bryant, M., & Sapp, S. (2007). Commission d'experts de l'Institut des administrateurs de sociétés sur la gouvernance de la rémunération des dirigeants au Canada (pp. 120 p.). Toronto: Institut des administrateurs de sociétés.

Cai, J. (2007). *Executive Stock Option Exercises: Good Timing or Backdating?* LeBow College of Business. Drexel University.

CCGG. (2013). *Executive Compensation Principles* (pp. 10). Toronto: Canadian Coalition for Good Governance.

Charreaux, G. (1998). La théorie positive de l'agence. Une synthèse de la littérature. In P. Joffre, G. Koenig, A. Couret, G. Charreaux, & B. d. Montmorillon (Eds.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise* (pp. 19-55). Paris: Economica.

Couret, A. (1998). La théorie des droits de propriétés. In P. Joffre, G. Koenig, A. Couret, G. Charreaux, & B. d. Montmorillon (Eds.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise* (pp. 57-75). Paris: Economica.

Crotty, J. (2009). *The Bonus-Driven "Rainmaker" Financial Firm: How These Firms Enrich Top Employees, Destroy Shareholder Value and Create Systemic Financial Instability*. Economics Department Working Paper Series. University of Massachusetts. Amherst, Massachusetts.

Davis, G. F. (2009). *Managed by the markets: how finance reshaped America*. Oxford Toronto: Oxford University Press.

DiPrete, Thomas A., Eirich, Gregory M., & Pittinsky, M. (2010). Compensation Benchmarking, Leapfrogs, and the Surge in Executive Pay. *American Journal of Sociology*, 115(6), 1671-1712.

Dobbin, F., & Zorn, D. (2005). Corporate Maifasance and the Myth of Shareholder Value. *Political Power and Social Theory*, 17, 179-198.

Duhaime, É., Hanin, F., L'Italien, F., & Pineault, É. (2010). Financiarisation de la stratégie d'entreprise et restructuration de l'industrie forestière. Étude de l'entreprise Tembec. *Recherches sociographiques*, 51(1-2), 125-150.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.

Epstein, G. A. (Ed.). (2005). *Financialization and the world economy*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Erturk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A., & Williams, K. (2006). *Agency, the romance of management pay and an alternative explanation*. CRESC Working Paper Series. The University of Manchester. Manchester, UK.

Erturk, I., Froud, J., Sukhdev, J., Leaver, A., & Williams, K. (Eds.). (2008). *Financialization at work: key texts and commentary*. London: Routledge.

Favaro, K., Karlsson, P.-O., & Neilson, G. (2012). CEO Succession Report. 12th Annual Global CEO Succession Study (pp. 26): Booz & Company Inc.

Fiss, P. C., Kennedy, M. T., & Davis, G. F. (2012). How Golden Parachutes Unfolded: Diffusion and Variation of a Controversial Practice. *Organization Science*, 23(4), 1077-1099.

Fligstein, N. (2001). *The architecture of markets: an economic sociology of twenty-first-century capitalist societies*. Princeton: Princeton University Press.

Folkman, P., Froud, J., Sukhdev, J., Leaver, A., & Williams, K. (2008). Intermediaries (or Another Group of Agents?). In I. Erturk, J. Froud, J. Sukhdev, A. Leaver, & K. Williams (Eds.), *Financialization at work: key texts and commentary* (pp. 150-162). London: Routledge.

- Galbraith, J. K. (1989). *Le Nouvel État industriel : essai sur le système économique américain* (J.-L. Crémieux-Brilhac & M. L. Nan, Trans. 3e ed.). Paris: Gallimard.
- Godechot, O. (2007). *Working rich : salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*. Paris: Découverte.
- Hanin, F. (2006). Les dimensions de la sociologie économique de la finance : Perspective critique, transformations institutionnelles et facteurs collectifs. *Revue Interventions économiques*, (33), 17. <http://interventionseconomiques.revues.org/804>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi: 10.1016/0304-405x(76)90026-x
- Khalil, S., Magnan, M., & André, P. (2008). The Adoption of Deferred Share Unit Plans for Outside Directors and Shareholder Wealth. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 210-224. doi: 10.1111/j.1467-8683.2008.00681.x
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173-208.
- Lazonick, W. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29(1), 13-35.
- Lazonick, W. (2009). The explosion of executive pay and the erosion of american prosperity. *Entreprises et histoire*, 4(57). doi: 10.3917/eh.057.0141
- Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2002). *Corporate governance and sustainable prosperity*. Basingstoke: Palgrave.
- Macdonald, D., & Jackson, A. (2012). En quoi ont résulté les réductions des impôts frappant les sociétés? Rapport documentaire pour la Journée de l'affranchissement de l'impôt des sociétés 2012 (pp. 16): Congrès du travail du Canada.
- Magnan, M., St-Onge, S., & Gélinas, P. (2009). Director compensation and firm value: A research synthesis. *International Journal of Disclosure and Governance*, 7(1), 28-41. doi: 10.1057/jdg.2009.13
- Morin, F. (1997). Le capitalisme global. *La Revue du MAUSS*, 9, 178-192.
- Palomino, F., & Peyrache, L. (2013). Internal versus External CEO Choice and the Structure of Compensation Contracts. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1301-1331.
- Pijl, K. V. D. (1984). *The making of an Atlantic ruling class*. London: Verso.
- Prechel, H. N. (2000). *Big business and the state: historical transitions and corporate transformation, 1880s-1990s*. Albany: State University of New York Press.
- Rekik, L. (2010). *Analyse des investissements*. Québec: Télé-université, Université du Québec à Montréal.
- Savage, M., & Williams, K. (2008). *Remembering elites*. Malden, Massachusetts; Oxford: Blackwell Publishing.
- St-Onge, S., & Thériault, R. (2006). *Gestion de la rémunération : théorie et pratique* (2^e ed.). Montréal: Gaëtan Morin.
- Steiner, P. (2011). *Les rémunérations obscènes : le scandale des hauts revenus en France*. Paris: Zones.
- Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P., & Gomez-Mejia, L. R. (2000). How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. *Journal of Management*, 26(2), 301-339.

Useem, M. (1996). *Investor capitalism: how money managers are changing the face of corporate America* (1st ed.). New York: Basic Books.

Yermack, D. (1997). Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. *The Journal of Finance*, 52(2), 449-476. doi: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04809.x

Zheng, L., & Zhou, X. (2012). Executive Stock Options and Manipulated Stock-Price Performance. *International Review of Finance*, 12(3), 249-281. doi: 10.1111/j.1468-2443.2011.01146.x

Zorn, D., & Dobbin, F. (2003). *Too Many Chiefs? How Financial Markets Reshaped the American Firm*. Paper presented at the Constance Conference on Social Studies of Finance: Inside Financial Markets, University of Constance.

Zorn, D., Dobbin, F., Dierkes, J., & Kwok, M.-S. (2006). The New New Firm: Power and Sense-making in the Construction of Shareholder Value. *Nordiske Organisationsstudier*(3), 41-68.

NOTES

1. On connaît deux voies principales à la théorie de l'agence. La théorie normative de l'agence, qui intéresse particulièrement les économistes, consiste, à partir du postulat de l'équilibre général, à formaliser les contrats optimaux en tenant compte des divergences entre les positions d'agents. La théorie positive de l'agence, quant à elle, cherche à élucider les motivations et comportements des acteurs économiques (Charreaux, 1998). L'organisation ne fait pas l'objet d'une théorie particulière, mais celui d'un constat d'existence juridique. En conséquence, la théorie de l'agence ne fait pas de différence entre les conflits d'agence intraorganisationnels et ceux opposant l'organisation à des agents externes.

2. Outre ces trois grandes catégories de rémunération, on retrouve d'autres formes qui comprennent : a) la prime de bienvenue – *golden hello* –; b) les primes de départ, dits « parachutes dorés », qui prévoient un montant versé lors du licenciement, d'une fusion ou d'une restructuration de l'entreprise ou d'un départ volontaire - 43% des PDG canadiens y avaient droit en 2001 (St-Onge & Thériault, 2006, p. 638); c) les régimes de pension complémentaire – *top hat pension plan*, d) les primes de non-concurrence (limitation des choix de futurs employeurs), parfois incluses dans les primes de départ et f) une compensation pour le surplus d'impôts sur le revenu du travail payé au Canada et au Québec en comparaison au niveau des charges fiscales des États-Unis.

3. L'Indice 120 Québec est produit par le Centre d'analyse et de suivi de l'Indice Québec (CASIQ), un organisme sans but lucratif qui procède à un suivi l'évolution des indices de prix des entreprises québécoises par secteur d'activités. L'inclusion ou l'exclusion dans l'Indice régional du Québec est déterminée en fonction de trois critères : 1) Le critère d'influence, dont le poids relatif est de 25%, combine les pourcentages de dirigeants et d'administrateurs habitant sur le territoire québécois; 2) Le critère de productivité (poids de 50%) est défini en fonction de la proportion des d'employés travaillant au Québec, du pourcentage de la superficie des immobilisations, des usines ou succursales situées sur le territoire québécois et du pourcentage de la capacité globale de production située au Québec; 3) Le critère de propriété (poids de 25%) est calculé sur la base du pourcentage du contrôle détenu par des résidents du Québec.

4. L'analyse des coefficients d'aplatissement et de symétrie indique une nette différence entre les 8 premiers déciles, pour lesquels on a affaire à une courbe normale, et les 9^e et 10^e déciles; ce qui nous permet d'analyser nos résultats en utilisant cette démarcation.

RÉSUMÉS

Cet article rend compte de certains développements récents de la firme impulsés par la financiarisation de l'économie, de la transformation de ses dispositifs de contrôle ainsi que de la reconfiguration des relations entre les factions managériale et financière de l'élite qu'elle implique. Des analyses descriptives statistiques de la rémunération des dirigeants d'entreprises canadiennes et québécoises conduisent les auteurs à affirmer que les formes « financières » de rémunération (stock-options et unités d'actions fictives) matérialisent une logique financière plutôt qu'industrielle d'insertion des dirigeants dans les circuits économiques. Ce faisant, le résultat de ces analyses contribue à une remise en cause de la théorie de la séparation du contrôle et de la propriété, puisque les gestionnaires se voient, par une incitation financière, poussés à redéfinir les objectifs de croissance en fonction de la valeur actionnariale. La financiarisation de la gouvernance des grandes entreprises suppose le raffermissement des conventions financières dans les entreprises, transformant ainsi le rôle des hauts dirigeants à la fois en gestionnaires industriels typiques du management corporatif et en acteurs financiers.

This article aims to present some recent developments of the corporation under the financialization of the economy, the transformation of its control's mechanisms and the reconfiguration of the relationships between managerial and financial factions of the business elite that this process involves. Descriptive statistical analysis about the compensation of the Canadian and Quebec business managers led the authors to assert that financial forms of compensation (stock options and deferred share units) represent a financial rather than an industrial pattern of the integration of managers inside economic circuits. This results challenge the theory of the separation between control and ownership as the managers are, by financial incentives, pushed to redefine the growth objectives based on shareholder value. The financialization of the corporation's governance has the effect of renewing the precedence of financial conventions in companies, as well as to transform executive managers into industrial managers and financial players.

INDEX

Keywords : agency theory, Canada, compensation, executive managers, financial elite, financialization, management, Quebec

Mots-clés : Canada, dirigeants, élite financière, financiarisation, haute direction, management, Québec, rémunération, théorie de l'agence

AUTEURS

AUDREY LAURIN-LAMOTHE

Candidate au doctorat au département de sociologie de l'Université du Québec à Montréal
audreylaurinlamothe@gmail.com

FRANÇOIS L'ITALIEN

Professeur associé au département de sociologie de l'Université Laval
francois.litalien@soc.ulaval.ca